

25 marca 2013 □ 9 stron

CitiWeekly

Brak istotnych danych i podaż długu na II kwartał

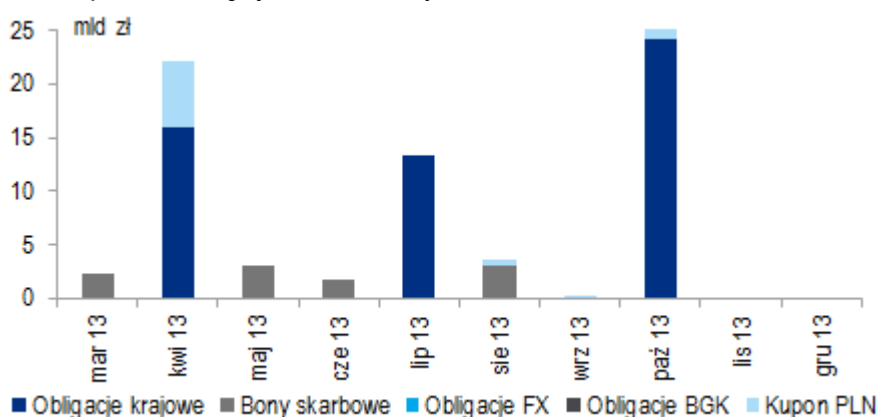
- Na ten tydzień nie zaplanowano istotnych publikacji danych makroekonomicznych w kraju, natomiast istotna z punktu widzenia rynku obligacji będzie podaż długu skarbowego w II kwartale, którą resort finansów poda pod koniec tygodnia. Sądzymy, że Ministerstwo Finansów będzie chciało kontynuować szybką realizację potrzeb pożyczkowych (do 80-85% na koniec czerwca) i wyemituje w II kw. papiery skarbowe o wartości 27-35 mld zł. Biorąc pod uwagę, że znaczna część zapadalności obligacji w II kwartale przypada na kwiecień do rąk inwestorów w najbliższych tygodniach może trafić ok 9-14 mld zł, co będzie przejściowo pozytywnie oddziaływało na rynek długu.
- Po rozstrzygnięciu kwestii Cypru w tym tygodniu przy braku istotnych danych ze strefy euro inwestorzy skupią uwagę na publikacjach zza oceanu, gdzie poznamy kolejne dane z rynku nieruchomości oraz dane o nastrojach, dochodach i wydatkach konsumentów.
- Dane z rynku pracy za luty zaskoczyły pozytywnie, ale wyraźne przyspieszenie wzrostu płac było wynikiem jedynie czynnika jednorazowego. Jednocześnie dane o nominalnej sprzedaży i produkcji przemysłowej rozczarowały. Jednak biorąc pod uwagę znaczny spadek inflacji w ostatnim czasie w ujęciu realnym zarówno fundusz płac jak i sprzedaż detaliczna nieznacznie odreagowały w okresie styczeń-luty, co sugeruje podobne zachowanie w przypadku konsumpcji prywatnej w I kwartale. Wciąż spodziewamy się spowolnienia wzrostu PKB w I kw. za sprawą spadku inwestycji, ale kolejne kwartały powinny być nieco lepsze.
- Zgodnie z oczekiwaniami posiedzenie Fed nie przyniosło istotnych zmian w polityce pieniężnej i komunikacji i w związku z tym miało niewielki wpływ na rynek. Dane z rynku nieruchomości w USA były mieszane. Z kolei indeksy nastrojów z Niemiec (ZEW i Ifo) okazały się niższe od oczekiwań.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
22.03	4,17	3,21	4,89	1,30	3,25	0,75	3,39	3,93	1,37	1,93
II KW 13	4,18	3,22	4,75	1,30	3,25	0,50	3,48	4,07	1,40	2,05
II KW 14	4,10	3,18	4,66	1,29	3,25	0,25	3,51	4,70	1,55	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.03.2013 r.

Wykres 2. Zapadalności obligacji i bonów skarbowych.



Źródło: Reuters, Citi handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

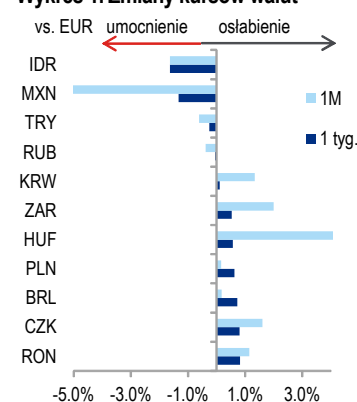
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 22.03.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	22/3/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.17	0.7%	0.2%	2.5%	-8.8%
USD/PLN	3.21	1.4%	2.6%	4.2%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-0.7%	-2.2%	-1.6%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	-50	-100	-25
WBOR 3M	3.39	-3	-36	-74	-86
FRA1x4	3.28	1	-32	-53	-113
FRA3x6	3.15	-3	-27	-25	-145
FRA6x9	2.96	-9	-34	-8	-168
FRA9x12	2.93	-7	-32	1	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1608.0	1.0%	2.9%	-4.0%	7.0%
Ropa	107.7	-2.5%	-8.3%	-1.4%	-1.4%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2370.0	-4.7%	-3.0%	-8.2%	20.4%
S&P	1556.9	-0.2%	3.0%	9.2%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.37	-9	-29	7	-52
10Y Treasuries	1.93	-6	-8	17	-12
Rentowność 2Y	3.16	-7	-25	1	-171
Rentowność 5Y	3.42	7	-16	20	-211
Rentowność 10Y	3.93	8	-13	19	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	86.5	-1	-6	7	-199

Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	8

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 mar PONIEDZIAŁEK							
26 mar WTOREK							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	II	6.0	2.5	-4.9
14:00	USA	Indeks cen S&P Case Shiller 20	% m/m	I		0.0	0.2
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	69.0	70.3	69.6
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	II	0.400	0.430	0.437
27 mar ŚRODA							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	mln	IV		6.0	5.9
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	mln	II	90.5	90.5	91.1
15:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	mln	II		0.5	4.5
28 mar CZWARTEK							
10:00	EMU	Podaż M3	% r/r	II	3.5	3.3	3.5
14:00	PL	Deficyt obrotów bieżących	mln EUR	IV kw.	-3436	-3436	-3367
14:30	USA	Wzrost PKB (finalny odczyt)		IV kw.	0.7	0.5	0.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330.0	340.0	336.0
14:45	USA	Chicago PMI	pkt	III	56.0	56.2	56.8
29 mar PIĄTEK							
13:30	USA	Dochody konsumentów	%	II	0.9	0.6	-3.6
13:30	USA	Wydatki konsumentów	%	III	0.6	0.4	0.2
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	% r/r	III		1.7	2.2
15:55	USA	Indeks Michigan		III	75.0	73.0	71.8
	PL	Podaż długu na II kwartał (czwartek/piątek)					

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

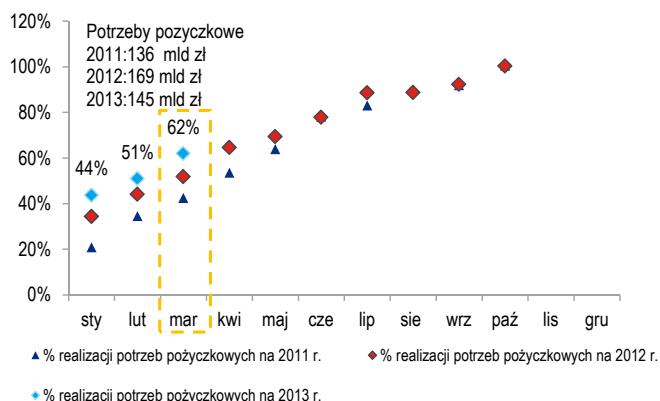
Podaż długu na II kwartał

Oczekujemy kontynuacji szybkiej realizacji potrzeb pożyczkowych i sporej emisji obligacji w II kw.

Znaczna kumulacja zapadalności w IV może okazać się pozytywna dla obligacji

Pod koniec tygodnia resort finansów opublikuje podaż długu skarbowego na II kwartał. Oczekujemy emisji na poziomie 27-35 mld zł, co pozwoli zrealizować ok. 80-85% potrzeb pożyczkowych na koniec czerwca. Biorąc pod uwagę, że emisje będą najprawdopodobniej stosunkowo równomiernie rozłożone w czasie, a większość z zapadalności przypada na okres do końca kwietnia w najbliższych tygodniach do rąk inwestorów może trafić ok 9-14 mld zł, co powinno pozytywnie wpływać na rynek długu. Niemniej jednak wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje prawdopodobieństwo dalszych obniżek stóp procentowych i w kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu zarówno stóp swap jak i rentowności obligacji, co będzie wspierane przez stopniowy wzrost inflacji.

Wykres 3. Realizacja potrzeb pożyczkowych (% planu rocznego)



Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

Tabela 3. Zapadalności vs. szacowane emisje długu skarbowego

	marzec - kwiecień	II kw.
Zapadalności (mld zł)	16 (IV) + 2,3 (III)	23,1
Kupon (mld zł)	6,1	6,1
Oczekiwana emisja (mld zł)	11-16	27-35
Emisja netto (mld zł)	od -14 do -9	od -2 do +6

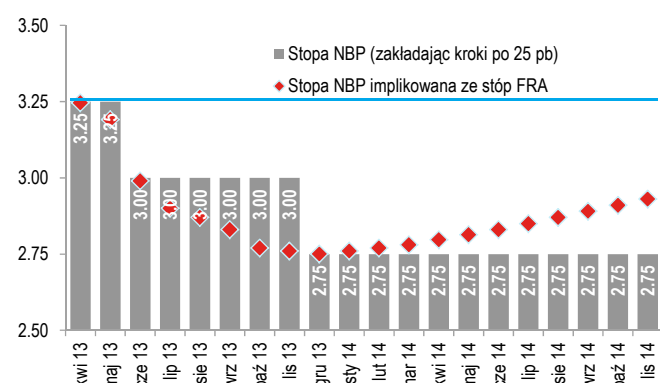
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

RPP

Wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje szanse na dalsze obniżki stóp

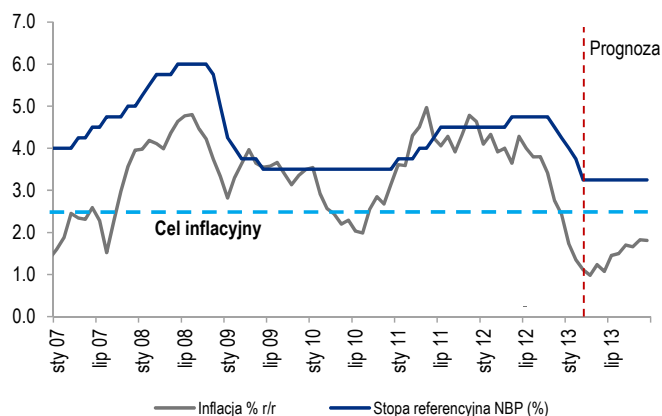
W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2013 r. Jednak słabsze od oczekiwań dane o produkcji i sprzedaży detalicznej jak również nieco gorsze od prognoz wskaźniki wyprzedzające dla Niemiec nieznacznie zwiększają szansę na jeszcze jedną dostosowawczą obniżkę stóp o 25 pb. Jeśli RPP zdecydowałaby się na taki ruch wówczas naszym zdaniem mógłby on nastąpić w czerwcu lub lipcu, gdy RPP zapozna się z wynikami najnowszej projekcji inflacji, a rzeczywista inflacja osiągnie minimum na poziomie ok. 1% r/r (lub nawet nieco poniżej).

Wykres 4. Prognozowana stopa referencyjna implikowana ze stóp FRA



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Prognoza inflacji i stóp procentowych (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Miniony Tydzień

Cypr

Osiągnięto porozumienie w sprawie pomocy dla Cypru

Po trwających ponad tydzień kolejnych próbach osiągnięcia porozumienia, przedstawiciele Cypru oraz Troiki (EBC, MFW, Komisja Europejska) ustalili szczegóły dotyczące pakietu pomocowego. Dzięki

porozumieniu, Europejski Bank Centralny będzie mógł utrzymać dotychczasowe linie płynnościowe dla Cypru, oddalając w ten sposób ryzyko zapaści w tamtejszym systemie bankowym. Nowy plan pomocowy jest w swoich głównych założeniach zbliżony do tego, który w minionym tygodniu został odrzucony przez parlament. Tym razem jednak, dzięki swojej konstrukcji plan nie wymaga akceptacji parlamentu.

W przeciwieństwie do poprzednich rozwiązań, nowy program pomocowy zakłada, że depozyty o wartości poniżej 100 tys. euro pozostaną nienaruszone. Bank Laiki, który zmagał się z największymi problemami, zostanie zamknięty, a zgromadzone w nim depozyty powyżej 100 tys. euro zostaną przekazane do oddzielnej instytucji i ostatecznie mogą zostać stracone. Z kolei mniejsze depozyty z Laiki zostaną przekazane do Bank of Cyprus – największego cypryjskiego banku, który ulegnie istotnej restrukturyzacji.

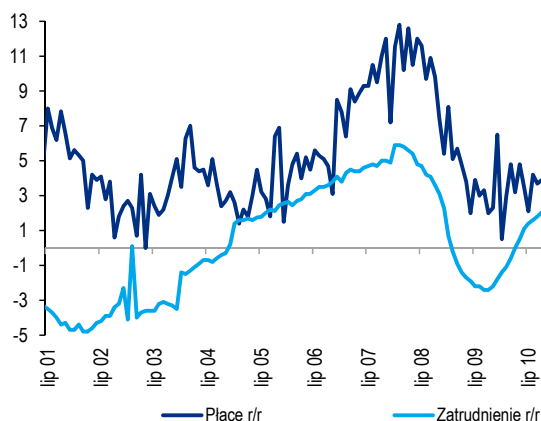
Rynek pracy

Dane z rynku pracy były lepsze od oczekiwań ...

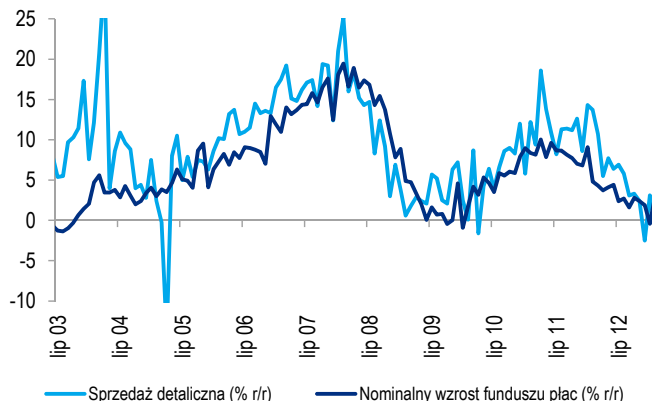
Wyraźny wzrost płac był jednak wynikiem czynnika jednorazowego

Najnowsze dane pokazały, że po wyjątkowo słabym styczniu, przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 4% r/r. Samo przyspieszenie płac było oczekiwane przez nas oraz konsensus rynkowy, przede wszystkim ze względu na bardzo niską bazę odniesienia związaną z przesunięciem płatności wynagrodzeń na początku 2012 (efekt podwyżki składki rentowej). Niemniej skala wzrostu płac okazała się i tak większa od oczekiwań. Jednocześnie przeciętne zatrudnienie obniżyło się w lutym o 0,8%, nieco mniej niż oczekiwaliśmy. Choć stanowi to pewien pozytywny sygnał, jednak nie zmienia naszej ogólnej oceny sytuacji na rynku pracy, którą uznajemy za wciąż słabą.

Wykres 6. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw Wykres 7. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

Tymczasem dane o sprzedaży detalicznej za luty rozczarowały

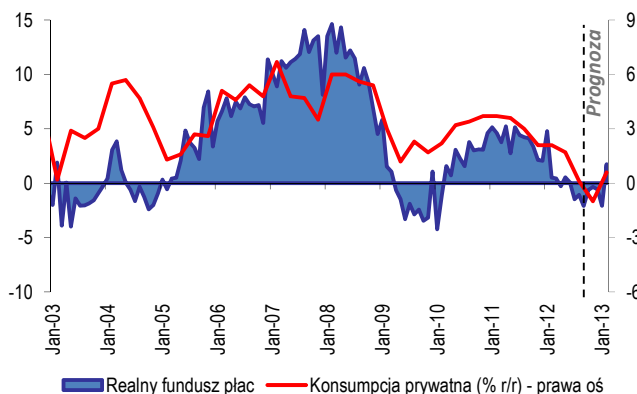
W przeciwieństwie do płac, dane o sprzedaży detalicznej okazały się niższe od prognoz. Sprzedaż detaliczna spadła o 0,8% r/r wobec wzrostu o 3,1% r/r w styczniu, co było poniżej oczekiwań rynkowych (0,7% r/r) oraz naszej prognozy (3,1%). Do spowolnienia sprzedaży ogółem przyczynił się przede wszystkim wyraźny spadek tempa wzrostu sprzedaży samochodów (do -1,9% r/r z 11,9% r/r w styczniu), sprzedaży paliw (do -7% r/r z 0,9% r/r w styczniu) oraz pozostałej sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (-5,2% r/r z 16,5% r/r w styczniu). Do spowolnienia

Mimo to, w ujęciu realnym zarówno dane z rynku pracy, jak i dane o sprzedaży za I-II pokazały niewielką poprawę w stosunku do IV kw. 2012

sprzedaży przyczynił się także spadek inflacji w lutym do 1,3% r/r z 1,7% r/r w styczniu.

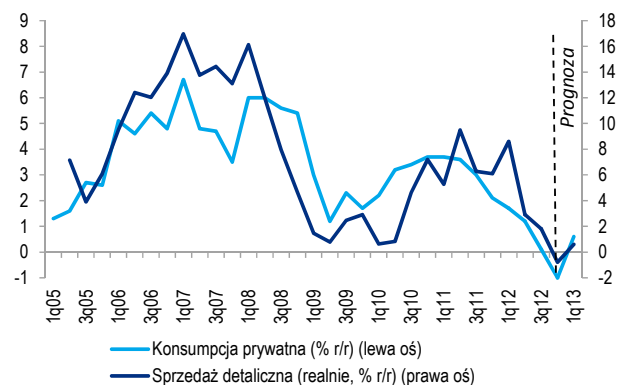
Konsumpcja prywatna pozostaje słaba, ale kolejne kwartały powinny przynieść stopniowe ożywienie. Warunki na rynku pracy wciąż pozostają słabe i utrzymuje się niepewność odnośnie przyszłego wzrostu gospodarczego, co przekłada się na decyzje o wydatkach gospodarstw domowych i ogranicza konsumpcję. Jednak, choć wzrost nominalnego funduszu płac spowolnił do 1,3% r/r w okresie styczeń-luty z 2,3% r/r w IV kw. 2012, a nominalny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył odpowiednio jedynie do 1,2% r/r z 1,1% r/r, to po uwzględnieniu inflacji w ujęciu realnym te miary przedstawiają się już korzystniej. Realny fundusz płac przyspieszył w okresie styczeń-luty do -0,2% r/r z -0,5% r/r w IV kwartale ub.r., z kolei realny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 0,6% r/r z -0,8% r/r. Ponieważ zakładamy odreagowanie sprzedaży detalicznej oraz dalszy spadek inflacji w marcu, realny wzrost sprzedaży w I kwartale może być nawet wyższy niż 0,6% r/r. Tym samym podtrzymujemy prognozę odreagowania konsumpcji prywatnej w I kwartale wobec spadku o 1% r/r w IV kwartale.

Wykres 8. Realny fundusz płac



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 9. Realny wzrost sprzedaży detalicznej i konsumpcji prywatna



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Produkcja przemysłowa spadła w lutym o 2,1% r/r zaskakując w dół

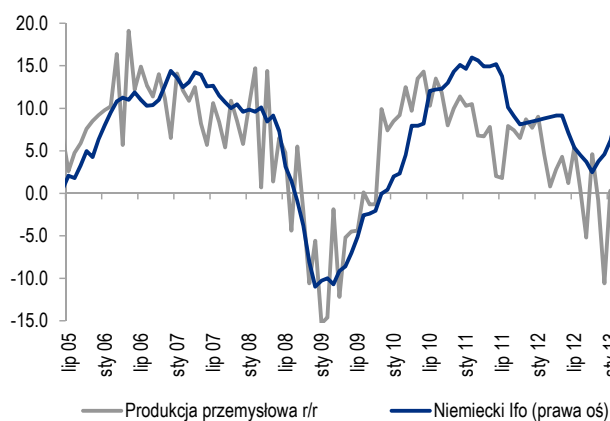
Produkcja przemysłowa

Również produkcja przemysłowa zaskoczyła negatywnie, spadając o 2,1% r/r, co stanowi wyraźne pogorszenie po styczniowym niewielkim wzroście. Dokładniejsze rozbięcie danych pokazuje, że spowolnieniu w przetwórstwie przemysłowym towarzyszyło również wyraźne pogorszenie dynamiki w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i gorącą wodę. W znacznym stopniu wynikało ono z czynników kalendarzowych (różnica w liczbie dni roboczych), choć również po wyeliminowaniu tych czynników produkcja przemysłowa pogłębiła spadek do 2,4% r/r. Z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, negatywnym czynnikiem jest również informacja o głębszym od zakładanego spadku produkcji budowlano-montażowej. Według GUS spadła ona o 11,4% w lutym, wobec 16,1% spadku w styczniu.

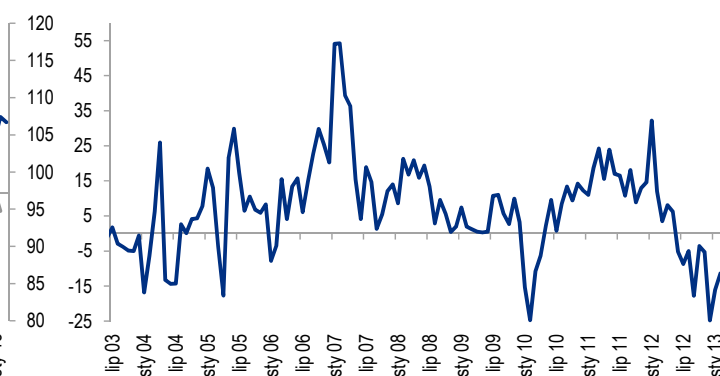
Do poprawy sytuacji w przemyśle może dojść w II połowie roku

Spodziewamy się niskiej dynamiki produkcji przemysłowej również w najbliższych miesiącach, choć druga połowa roku powinna przynieść już zauważalną poprawę. Indeks koniunktury PMI od kilku miesięcy notuje powolne wzrosty (z dołka odnotowanego pół roku temu na poziomie 47), sugerując nieco wolniejszy spadek aktywności w przemyśle. Jeżeli sytuacja w Niemczech będzie wciąż się stopniowo poprawiać i przełoży się na wzrost zamówień na polskie produkty, produkcja powinna „odczuć” to w połowie roku. Naszym zdaniem poprawie sprzyjać powinny również (choć z opóźnieniem) zmiany regulacji dotyczących kredytów konsumpcyjnych oraz działania rządowe pod szyldem Inwestycji Polskich/gwarancji BGK.

Wykres 10. Produkcja przemysłowa i niemiecki indeks Ifo **Wykres 11. Produkcja budowlana (% r/r)**

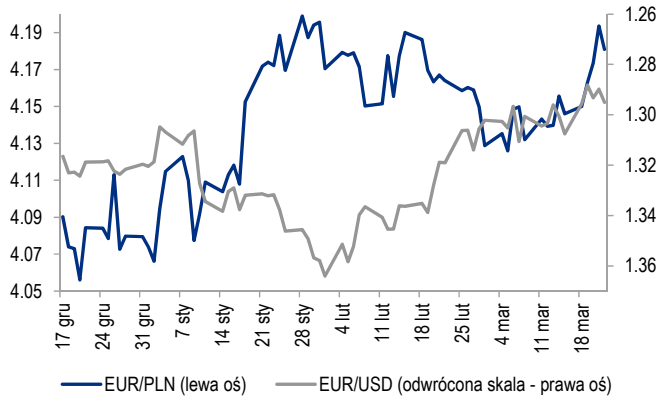


Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.



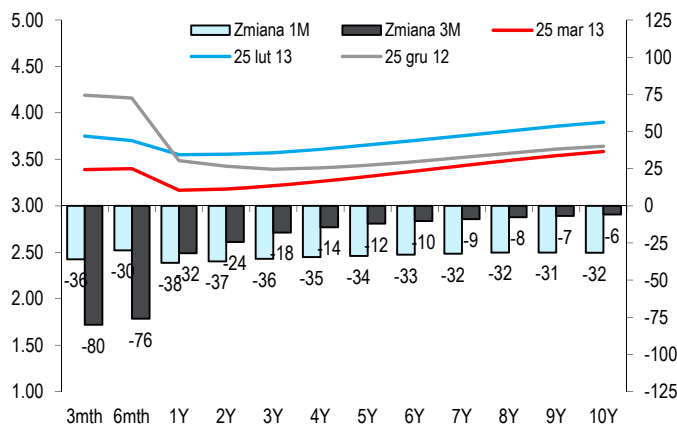
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



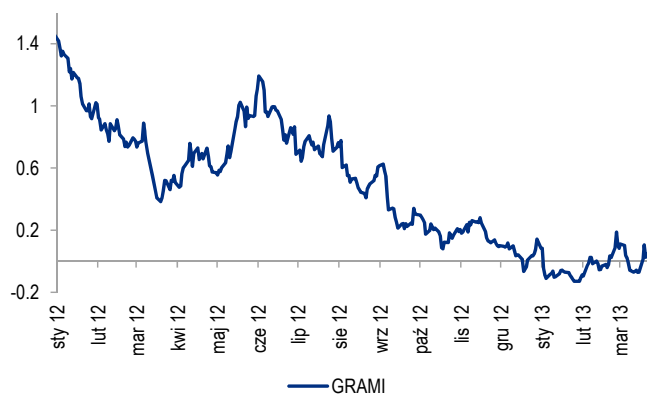
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Krzywa swap



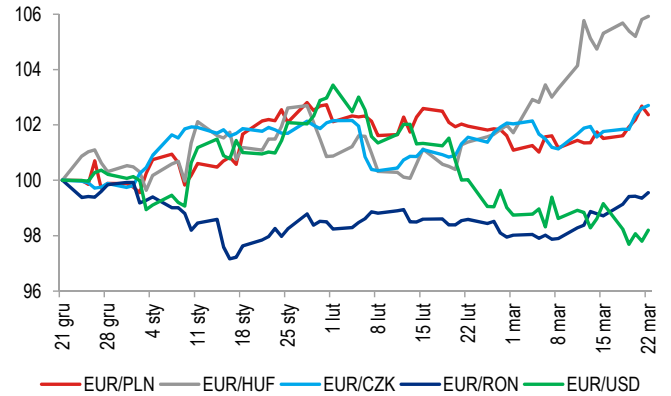
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



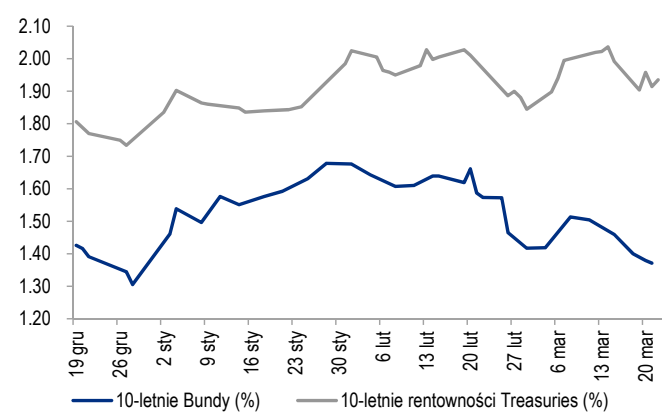
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 13. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



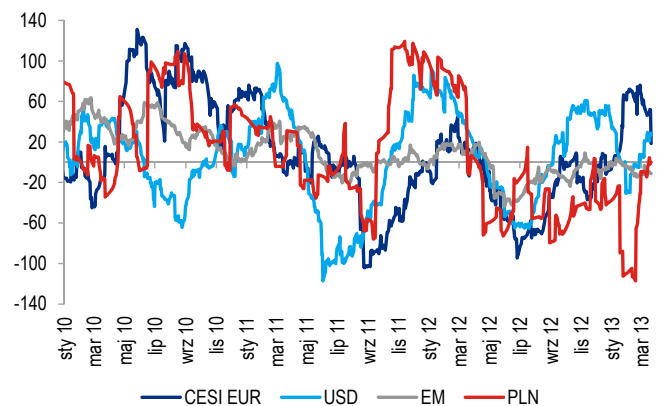
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	522	562
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,610	1,663	1,754
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,837	13,554	14,609
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.8	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.3	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.45	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.29	3.05
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.20	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.96
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.0	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	194.7	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	208.7	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.6	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-22.8	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	11.4	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	35.7	35.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.